

2017 年 10 月 22 日
辉丰股份 (002496.SZ)

三季度业绩高增长，农药涨价将助力四季度业绩

■事件：公司发布 2017 三季度报，2017 年前三季度营收 89.4 亿元 (+162.39%)，归母净利润 2.28 亿元 (+134.08%)，业绩维持高速增长。公司全年业绩指引为 4.2-5.0 亿元，同比 140%-190%。

■业绩稳定增长，全年业绩料落入指引区间：公司三季度单季度收入 28.89 亿元，与二季度持平，利润 9400 万元，较二季度环比增长 1000 万元，前三季度实际业绩落于半年报业绩指引区间，由于草胺磷项目试产后仍在设备调试，三季度未大规模出货，料草胺磷贡献业绩有限。我们认为全年业绩指引 4.2 亿元下限较为保守，四季度是出口和备货旺季，单季度业绩料将显著高于三季度，同时环保驱动农药涨价再起，四季度产品利润水平预计也将提高，假设仓储业务依然稳定情况下，我们认为公司全年业绩大概率落入指引区间中段，全年业绩中枢预计 4.6 亿元。

■草胺磷等多个项目即将投产，业绩弹性大：根据公司中报，公司目前 1000 吨抗倒酯项目已经投产，5000 吨草胺磷 2000 吨甲氧虫酰肼也将陆续落地，目前草胺磷已经投料，预计打通在即。目前原药整体供应紧张，草胺磷单价已经突破 17 万元，新项目一旦放量业绩弹性极大。

■仓储业务也将稳定贡献利润：公司仓储业务是收入高增长主要原因，根据半年报公司仓储业务毛利率 1.7%，毛利 6300 万元，料公司仓储业务将会稳定贡献利润，二期明年建成后将会进一步加快公司业绩增长。

■投资建议：综合四季度农药高景气度，结合未来仓储业务，新项目投产，我们认为公司 2017-19 年预期利润 EPS 预测至 0.30、0.4 和 0.45 元，维持买入-A 的投资评级。六个月目标价 7.46 元。

■风险提示：草胺磷景气度下滑，农药行业复苏不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,333.1	5,840.4	10,973.6	13,113.1	15,588.2
净利润	172.9	174.4	453.5	598.5	676.0
每股收益(元)	0.11	0.12	0.30	0.40	0.45
每股净资产(元)	2.09	2.29	2.49	2.76	3.05

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	50.6	50.1	19.3	14.6	12.9
市净率(倍)	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9
净利润率	5.2%	3.0%	4.1%	4.6%	4.3%
净资产收益率	5.5%	5.1%	12.1%	14.4%	14.7%
股息收益率	0.5%	0.9%	1.6%	2.2%	2.7%
ROIC	6.5%	5.7%	10.4%	12.0%	13.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

农药

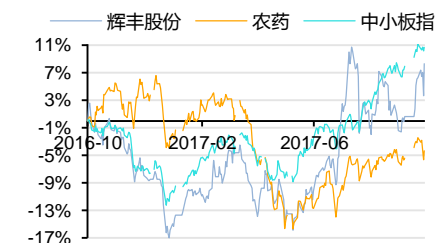
投资评级

买入-A
维持评级
6 个月目标价：7.46 元
股价 (2017-10-20) 5.80 元

交易数据

总市值(百万元)	8,743.37
流通市值(百万元)	5,941.30
总股本(百万股)	1,507.48
流通股本(百万股)	1,024.36
12 个月价格区间	4.49/5.93 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.62	2.74	1.1
绝对收益	7.01	14.17	12.67

袁善宸

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450517040004
 yuansc1@essence.com.cn
 021-35082778

张汪强

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450517070003
 zhangwq1@essence.com.cn
 010-83321072

姬静远

报告联系人

 jijy@essence.com.cn
 021-35082366

相关报告

辉丰股份：上半年业绩符合预期，新项目带动长期增长/袁善宸	2017-08-04
辉丰股份：一季报利润增 200%，业绩向上趋势或已确立/袁善宸	2017-04-26
辉丰股份：一季报超预期，业绩拐点确立/衡昆	2017-03-28
辉丰股份：辉丰股份公司深度分析/衡昆	2017-02-20

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,333.1	5,840.4	10,973.6	13,113.1	15,588.2	成长性					
减:营业成本	2,681.7	5,181.4	9,935.9	11,862.0	14,105.7	营业收入增长率	37.2%	75.2%	87.9%	19.5%	18.9%
营业税金	4.5	11.0	15.4	18.4	21.8	营业利润增长率	-18.1%	3.8%	148.1%	31.7%	14.1%
销售费用	126.9	142.2	142.7	170.5	202.6	净利润增长率	-14.1%	0.9%	160.0%	32.0%	12.9%
管理费用	269.4	302.8	329.2	393.4	467.6	EBITDA 增长率	3.2%	10.8%	72.3%	22.0%	9.0%
财务费用	47.9	49.6	55.7	47.1	26.2	EBIT 增长率	-15.2%	3.7%	121.7%	27.0%	10.3%
资产减值损失	15.2	0.1	8.8	8.1	5.7	NOPLAT 增长率	-18.9%	14.9%	122.0%	27.0%	10.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.3%	21.9%	9.9%	0.6%	-0.4%
投资和汇兑收益	10.5	52.2	23.5	57.0	7.0	净资产增长率	55.7%	6.6%	7.7%	9.2%	9.1%
营业利润	197.8	205.3	509.4	670.8	765.5	利润率					
加:营业外净收支	15.6	-6.2	4.1	4.5	0.8	毛利率	19.5%	11.3%	9.5%	9.5%	9.5%
利润总额	213.4	199.2	513.5	675.3	766.3	营业利润率	5.9%	3.5%	4.6%	5.1%	4.9%
减:所得税	50.0	30.1	77.0	101.3	115.0	净利率	5.2%	3.0%	4.1%	4.6%	4.3%
净利润	172.9	174.4	453.5	598.5	676.0	EBITDA/营业收入	13.3%	8.4%	7.7%	7.9%	7.2%
						EBIT/营业收入	7.4%	4.4%	5.1%	5.5%	5.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	198	134	72	62	51
货币资金	701.8	928.9	877.9	1,049.1	1,247.1	流动营业资本周转天数	57	64	56	55	50
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	259	208	167	152	136
应收账款	635.1	768.0	1,670.6	1,243.4	1,787.6	应收账款周转天数	61	43	40	40	35
应收票据	48.4	146.0	280.8	137.0	403.6	存货周转天数	111	72	56	45	39
预付账款	67.2	948.9	983.1	1,323.4	1,027.5	总资产周转天数	583	420	281	245	211
存货	1,224.1	1,096.3	2,326.1	968.9	2,400.8	投资资本周转天数	363	260	159	140	118
其他流动资产	95.8	85.8	90.5	90.7	89.0	投资回报率					
可供出售金融资产	40.4	138.6	138.0	138.0	138.0	ROE	5.5%	5.1%	12.1%	14.4%	14.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	2.3%	4.5%	7.0%	6.5%
长期股权投资	44.8	70.4	70.4	70.4	70.4	ROIC	6.5%	5.7%	10.4%	12.0%	13.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,214.7	2,140.0	2,265.2	2,285.1	2,149.9	销售费用率	3.8%	2.4%	1.3%	1.3%	1.3%
在建工程	416.7	457.3	328.7	264.3	132.2	管理费用率	8.1%	5.2%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	433.2	413.3	402.8	392.4	381.9	财务费用率	1.4%	0.8%	0.5%	0.4%	0.2%
其他非流动资产	250.2	265.5	226.1	221.3	222.4	三费/营业收入	13.3%	8.5%	4.8%	4.7%	4.5%
资产总额	6,172.3	7,459.0	9,660.1	8,183.9	10,050.2	偿债能力					
短期债务	902.4	1,085.3	1,305.0	1,130.4	895.1	资产负债率	41.4%	48.3%	57.0%	44.6%	50.8%
应付账款	873.9	793.4	1,745.8	824.3	1,683.4	负债权益比	70.7%	93.5%	132.6%	80.5%	103.1%
应付票据	366.1	307.3	796.7	521.3	654.1	流动比率	1.18	1.46	1.32	1.67	1.60
其他流动负债	210.1	539.2	888.9	401.2	1,104.8	速动比率	0.66	1.06	0.82	1.34	1.05
长期借款	92.7	120.0	9.3	-	-	利息保障倍数	5.13	5.14	10.14	15.25	30.19
其他非流动负债	111.8	759.6	762.0	772.3	764.5	分红指标					
负债总额	2,557.0	3,604.8	5,507.7	3,649.5	5,101.9	DPS(元)	0.03	0.05	0.09	0.13	0.16
少数股东权益	463.7	408.0	391.8	367.7	343.6	分红比率	22.9%	43.2%	30.3%	32.1%	35.2%
股本	396.7	1,507.5	1,507.5	1,507.5	1,507.5	股息收益率	0.5%	0.9%	1.6%	2.2%	2.7%
留存收益	2,751.0	1,937.5	2,253.1	2,659.3	3,097.3						
股东权益	3,615.2	3,854.2	4,152.4	4,534.4	4,948.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	163.5	169.0	453.5	598.5	676.0	EPS(元)	0.11	0.12	0.30	0.40	0.45
加:折旧和摊销	201.1	237.6	279.4	312.6	331.7	BVPS(元)	2.09	2.29	2.49	2.76	3.05
资产减值准备	15.2	0.1	-	-	-	PE(X)	50.6	50.1	19.3	14.6	12.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9
财务费用	58.4	63.2	55.7	47.1	26.2	P/FCF	-10.1	32.3	109.8	22.4	18.8
投资损失	-10.5	-52.2	-23.5	-57.0	-7.0	P/S	2.6	1.5	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	-9.4	-5.4	-17.0	-24.5	-24.6	EV/EBITDA	26.8	17.6	11.9	9.4	8.2
营运资金的变动	-565.8	-941.7	-462.5	-94.5	-267.4	CAGR(%)	52.0%	56.8%	30.6%	52.0%	56.8%
经营活动产生现金流量	-225.3	-435.0	285.6	782.2	734.9	PEG	1.0	0.9	0.6	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-474.4	-888.4	-225.9	-193.0	-43.0	ROIC/WACC	0.7	0.6	1.1	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	812.1	1,212.0	-110.7	-418.0	-493.9	REP	4.6	3.1	1.8	1.5	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

袁善宸、张汪强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034